

2019年第一季度中国债券市场发行研究

■ 文 / 郭佩

摘要 ▶▶▶

2019年第一季度，债券市场发行规模同比继续扩大。信用债发行金额同比增长显著；受地方政府债提前发行的影响，利率债整体较上年同期大幅增长；因银行体系内流动性较为充足，同业存单发行规模回落。一季度债券市场违约态势环比略有改善，但从同比来看，违约债券支数与发行人数量均较去年同期大幅上升。债券市场流动性合理充裕，主要债券的发行成本和国债收益率均较上年同期明显下降。展望第二季度，在稳健的货币政策下，市场流动性将在较长时间内保持充裕，货币政策也将侧重于疏通传导渠道、促进“宽货币”向“宽信用”的转化；同时在政府大力支持实体经济发展的背景下，债券市场直接融资功能将进一步发挥，债券市场的发行规模也将保持稳定增长。

一、债券市场总体情况

2019年第一季度，全国债券市场共发行各类债券9123期¹，同比增长10.53%，增速较上年同期提高5.76个百分点；发行金额合计10.31万亿元，同比增加1.40万亿元，同比增长15.65%，增速较上年同期提高9.49个百分点，发行数量和发行规模呈显著增长。

其中，国债、地方政府债和政策性银行债合计发行3.01万亿元，同比增长81.71%，增速较上年同期提高80.21个百分点，占同期债券募集总额的29.24%；同业存单合计发行4.03万亿元，同比下降22.99%，而上年同期为同比增长5.12%，占同期债券募集总额的39.10%；商业银行债、企业债、中期票据、短期融资券和公司债等发行规模合计3.26万亿元，同比增长61.52%，增速较上年同期提高35.61个百分点，占同期债券募集总额的31.67%（图表1）。

从发行期限看，2019年第一季度发行的债券以短期为主，其中1年以下期限品种占同期债券发行量的67.78%，1-3年期、3-5年期、5-7年期、7-10年期以

图表1·2019年第一季度主要债券产品发行情况

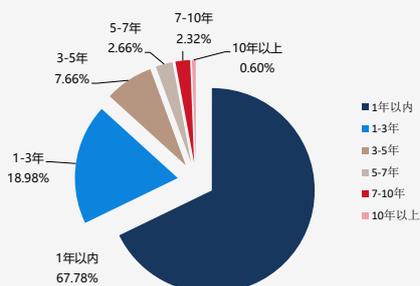
类别	发行支数	支数比重 (%)	发行额(亿元)	面额比重 (%)
1.国债	33	0.36	5,100.00	4.95
2.地方政府债	337	3.69	14,066.52	13.64
3.同业存单	5,641	61.83	40,305.40	39.10
4.金融债	301	3.30	16,846.40	16.34
政策银行债	164	1.80	10,972.40	10.64
商业银行债	26	0.28	1,047.00	1.02
商业银行次级债券	17	0.19	2,070.00	2.01
保险公司债	3	0.03	388.00	0.38
证券公司债	56	0.61	1,411.00	1.37
证券公司短期融资券	19	0.21	470.00	0.46
其它金融机构债	16	0.18	488.00	0.47
5.企业债	104	1.14	821.09	0.80
一般企业债	104	1.14	821.09	0.80
6.公司债	410	4.49	4,182.71	4.06
一般公司债	171	1.87	2,103.84	2.04
私募债	239	2.62	2,078.87	2.02
7.中期票据	419	4.59	5,209.80	5.05
一般中期票据	419	4.59	5,209.80	5.05
8.短期融资券	904	9.91	9,510.40	9.23
一般短期融资券	131	1.44	1,322.50	1.28
超短期融资券	773	8.47	8,187.90	7.94
9.定向工具	273	2.99	1,959.02	1.90
10.国际机构债	3	0.03	50.00	0.05
11.资产支持证券	650	7.12	3,599.10	3.49
交易商协会ABN	133	1.46	513.18	0.50
证监会主管ABS	452	4.95	1,847.51	1.79
银保监会主管ABS	65	0.71	1,238.42	1.20
12.可转债	40	0.44	1,258.96	1.22
13.可交换债	8	0.09	180.70	0.18
合计	9,123	100.00	103,090.10	100.00

数据来源：WIND资讯，新世纪评级整理

¹数据来源为Wind资讯，数据提取日期为2019年4月1日。

及10年以上期限占比分别为18.98%、7.66%、2.66%、2.32%和0.60%，5年期以下债券合计占比94.42%。

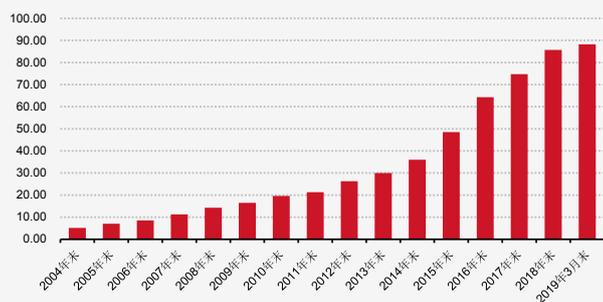
图表2-2019年债券市场主要期限品种发行期数占比情况



数据来源：WIND资讯，新世纪评级整理

从债券市场存量规模看，截至2019年3月末，全国债券市场存量债券余额88.25万亿元，较2018年末增加2.60万亿元。

图表3-2019年3月末债券市场存量债券余额（万亿元）



数据来源：WIND资讯，新世纪评级整理

债券违约方面，2019年第一季度共有56支债券发生违约，涉及债券余额345.59亿元，违约债券支数与规模均较上年同期大幅上升，但环比略有改善。从发行人来看，2019年第一季度首次违约发行人共11家，涉及违约债券共35支、债券余额192.39亿元。（详见新世纪评级《2019年第一季度债券市场违约概况》<http://www.shxsj.com/uploadfile/kanwu/2019/20190419-2.pdf>）。

图表4-违约发行人数量及其违约债券情况（2018年至2019年第一季度）

指标	2018年 Q1	2018年 Q2	2018年 Q3	2018年 Q4	2018年 全年	2019年 Q1
违约债券支数	11	15	46	59	131	56
涉及债券余额(亿元)	88.09	167.97	456.49	498.23	1210.79	345.59
涉及发行人数量	6	12	24	28	51	26
其中：首次违约发行人数量	1	8	16	18	43	11

数据来源：WIND资讯，新世纪评级整理

二、各类型债券产品发行情况

（一）利率债发行情况

2019年第一季度，得益于地方政府债的提前发行，利率债整体发行增幅明显，发行期数同比增长111.90%，发行规模同比增长81.71%。从占比看，地方政府债的发行期数最多，发行规模最大，发行期数和发行规模占利率债的比例为63.11%和46.67%。

图表5-利率债发行情况

发行情况	券种	国债	地方政府债	政策银行债	合计
发行期数		33	337	164	534
发行期数同比(%)		-2.94	402.99	8.61	111.90
发行期数占比(%)		6.18	63.11	30.71	100.00
发行规模(亿元)		5100.00	14066.52	10972.40	30138.92
发行规模同比(%)		-1.92	540.72	19.38	81.71
发行规模占比(%)		16.92	46.67	36.41	100.00

数据来源：WIND资讯，新世纪评级整理

2018年12月29日，全国人大授权国务院提前下达2019年1.39万亿元地方政府新增债务限额，要求各地于2019年第一季度启动发债工作，以支持重大在建项目建设和补短板的要求，受此影响，一季度地方政府债整体发行节奏提前，共发行337期，同比大幅增长402.99%，发行规模1.41万亿元，同比大幅增长540.72%。其中，新增地方政府债券1.18万亿元，占2019年新增地方政府债务限额的38.46%。按照今年《政府工作报告》的安排，2019年新增一般债务限额0.93万亿元，新增专项债务限额2.15万亿元，合计3.08万亿元，预计第二季度和第三季度，地方政府债券发行节奏或较第一季度趋缓，但热度仍将延续，以实现在9月底前将全年新增地方债务限额3.08万亿元发行完毕的目标。2019年第一季度，共有31个省市自治区发行了地方政府债，其中排名靠前的省份主要为江苏、湖北、山东、广东、四川、浙江、河南、安徽和山西，这9个省份合计发行的债券期数占总期数的53.71%，债券规模占总规模的53.11%。

图表6-地方政府债发行主要情况

发行情况	江苏	湖北	山东	广东	四川	浙江	河南	安徽	江西	合计
发行期数	7	16	28	32	59	12	13	4	10	181
发行期数占比(%)	2.08	4.75	8.31	9.50	17.51	3.56	3.86	1.19	2.97	53.71
发行规模(亿元)	1013.00	943.17	913.90	901.00	887.54	872.70	727.81	664.37	547.50	7470.99
发行规模占比(%)	7.20	6.71	6.50	6.41	6.31	6.20	5.17	4.72	3.89	53.11

数据来源：WIND资讯，新世纪评级整理

2019年3月15日，财政部发布《关于开展通过商业银行柜台市场发行地方政府债券工作的通知》，通知中提到地方政府公开发行的普通债券和专项债券，可以通过商业银行柜台市场在本地区范围内发行。

浙江、宁波、四川、陕西、山东及北京六地作为首批试点地区，目前已正式开始通过商业银行柜台市场发行地方债券。此举使得地方政府债的投资主体更加多元化，流动性也明显加强。

（二）同业存单发行情况

2019年第一季度，因银行资产端充裕，流动性较好，同业存单发行量回落。同业存单一季度共发行5641期，同比下降7.36%，占同期债券发行数量的61.83%；发行规模为4.03万亿元，同比下降22.99%，占同期债券发行总额的39.10%。

（三）传统债券²发行情况

2019年第一季度，以超短期融资券、短期融资券和中期票据等为代表的传统债券整体发行良好，合计发行2153期，同比增长47.87%，发行规模达到23.08万亿元，同比增长55.06%。

其中，超短期融资券共发行773期，同比增长35.85%，发行金额0.82万亿元，同比增长30.46%；短期融资券共发行131期，同比增长11.02%，发行金额0.13万亿元，同比增长19.35%；中期票据共发行

419期，同比增长55.19%，发行金额0.52万亿元，同比增长56.78%。定向工具共发行273期，同比增长50.00%，发行金额0.20万亿元，同比增长59.35%。

2019年第一季度，累计发行企业债券（不含项目收益债）99期，同比大幅增长182.86%；合计发行金额775.89亿元，同比大幅增长167.55%。自2018年7月23日，国务院常务会议提出应有效保障在建项目资金需求以来，不同场合、不同节点，中共中央政治局会议、国新办、发改委等多次提出保障在建项目以及平台公司的合理融资问题。

2018年12月5日，发改委发布《关于支持优质企业直接融资进一步增强企业债券服务实体经济能力的通知》，放宽对企业债的审核；12月21日，中央经济工作会议提出加大基础设施等领域补短板力度，确立了基建补短板基调，政策的边际放松，利好城投企业债的发展。同时，进入2019年，央行继续支持实体经济融资的力度不变，并通过多项操作保持市场流动性合理充裕，企业债发行显著升温。

2019年第一季度，交易所公司债公开发行171期，同比上升42.50%；发行金额2103.84亿元，同比增长77.94%。交易所私募债发行239期，同比增长75.74%；发行金额0.21万亿元，同比增长138.08%。

图表7-传统债券主要券种发行情况

券种	超短期融资券	短期融资券	中期票据 ³	定向工具	企业债 ⁴	公司债	私募债	可转债	可交换债	合计
发行支数	773	131	419	273	99	171	239	40	8	2153
发行支数同比(%)	35.85	11.02	55.19	50.00	182.86	42.50	75.74	166.67	-27.27	47.87
发行支数占比(%)	35.90	6.08	19.46	12.68	4.60	7.94	11.10	1.86	0.37	100.00
发行规模(亿元)	8187.90	1322.50	5209.80	1959.02	775.89	2103.84	2078.87	1258.96	180.70	23077.48
发行规模同比(%)	30.46	19.35	56.78	59.35	167.55	77.94	138.08	390.42	-47.56	55.06
发行规模占比(%)	35.48	5.73	22.58	8.49	3.36	9.12	9.01	5.46	0.78	100.00

数据来源：WIND资讯，新世纪评级整理

²本文非金融债包括超短期融资券、短期融资券、中期票据、定向工具、企业债、公司债和私募债。

³该中期票据不包含项目收益票据。

⁴该企业债不包含项目收益债券。

（四）非政策性金融债发行情况

2019年第一季度，以商业银行债、商业银行次级债券等为主的非政策性金融债券合计发行137期，同比增长44.21%，合计发行0.59万亿元，同比大幅增长145.74%，规模保持稳步增长，其中，商业银行次级债券、证券公司债和商业银行债发行规模占据较大比重，分别为35.24%、24.02%和17.82%。

图表8:非政策性金融债发行情况

发行情况	券种	商业银 行债	商业银 行次 级债券	保险公 司债	证券公 司债	证券公司短 期融资券	其他金融 机构债	合计
发行支数		26	17	3	56	19	16	137
发行支数同比(%)		116.67	70.00	50.00	1.82	90.00	166.67	44.21
发行支数占比(%)		18.98	12.41	2.19	40.88	13.87	11.68	100.00
发行规模(亿元)		1047.00	2070.00	388.00	1411.00	470.00	488.00	5874.00
发行规模同比(%)		221.17	598.15	356.47	28.65	88.00	45.24	145.74
发行规模占比(%)		17.82	35.24	6.61	24.02	8.00	8.31	100.00

数据来源: WIND资讯, 新世纪评级整理

2019年1月24日，为提高银行永续债（含无固定期限资本债券）的流动性，支持银行发行永续债补充资本，中国人民银行创设央行票据互换工具（Central Bank Bills Swap, CBS），公开市场业务一级交易商可以使用持有的合格银行发行的永续债从中国人民银行换入央行票据。25日，我国首单商业银行永续债落地，中国银行在银行间债券市场成功发行400亿元无固定期限资本债券。该支债券的推出，拓宽了商业银行补充其他一级资本工具渠道，也为后续商业银行发行此类债券提供了参考。2019年1月25日，中国银保监会发布《关于保险资金投资银行资本补充债券有关事项的通知》，明确保险资金可以投资银行发行的二级资本债券和无固定期限资本债券。3月15日，农业银行于银行间债券市场成功发行600亿元二级资本债券，成为保险公司首单参与认购的二级资本债。

（五）资产支持证券发行情况

2019年第一季度，资产支持证券继续保持稳步发展，合计发行规模达到0.36万亿元，同比增长73.77%，其中证监会主管ABS占据最大比重，占发行总量的51.33%，为1847.51亿元，同比增长56.63%，

银保监会主管ABS占发行总量的34.41%，为1238.42亿元，同比增长56.95%，交易商协会ABN发行规模最小，为513.18亿元，同比大幅增长400.01%。

图表9:资产支持证券各主要券种发行情况(按分层统计)

发行情况	券种	交易商协会 ABN	银保监会主管 ABS	证监会主管 ABS	合计
发行支数		133	65	452	650
发行支数同比(%)		343.33	66.67	63.18	87.86
发行支数占比(%)		20.46	10.00	69.54	100.00
发行规模(亿元)		513.18	1238.42	1847.51	3599.10
发行规模同比(%)		400.01	56.95	56.63	73.77
发行规模占比(%)		14.26	34.41	51.33	100.00

数据来源: WIND资讯, 新世纪评级整理

三、债券市场发行利率和主要收益率

2019年第一季度，市场资金面相对宽松，各主要券种的发行成本总体较上年同期明显下降、较年初小幅回落。其中国债、地方政府债、公司债、中期票据和短期融资券3月末的加权平均发行利率分别为2.8119%、3.3792%、4.7512%、4.4702%和3.4154%，较年初分别下降14BP、33BP、99BP、70BP和67BP，波动中呈中小幅下行，政策性银行债和企业债3月末的加权平均发行利率分别为3.3044%和6.3578%，较年初分别小幅上升13BP、26BP。

图表10:主要债券发行成本走势(单位: %)

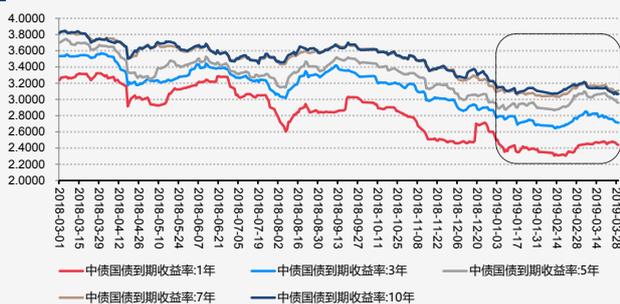


数据来源: WIND资讯, 新世纪评级整理

债券市场主要收益率方面，2019年第一季度，国债收益率水平较年初小幅下行，1月央行通过全面降准、公开市场操作、开展定向中期借贷便利（TMLF）、调整普惠金融定向降准考核标准等方式，维持资金面宽裕，债券市场收益率普遍下行，2月央行公开市场操作以回笼资金为主，当月实现资金

净回笼7235亿元，收益率回调。进入3月，在国内经济形势出现好转，社融增速企稳回升，美联储释放鸽派信号的背景下，各期限国债收益率呈区间内窄幅震荡，期限利差收窄。具体来看：3月末，1年、3年、5年、7年和10年国债收益率分别为2.44%、2.71%、2.96%、3.11%和3.07%，与年初相比，分别下降16BP、16BP、1BP、5BP和16BP。3月末，1年期和10年期国债利差为63个基点，与上年末持平。

图表11·债券市场主要收益率曲线



数据来源：WIND资讯，新世纪评级整理

四、债券市场⁵发行人概况

（一）发行人信用等级分布

2019年第一季度发行的信用债各主要券种的主体信用等级主要包括B级至AAA级6个信用等级。从整体来看，AA级及以上主体信用等级债券依然是市场最主要的发行群体。

2018年12月12日，国家发改委发布《关于支持优质企业直接融资、进一步增强企业债券服务实体经济能力的通知》，鼓励主体信用等级达到AAA，对产业结构转型升级或区域经济发展具有引领作用的优质企业发行企业债券，一季度发行的企业债主体等级仍比

图表12·2019年第一季度信用债各主要券种发行人主体等级分布情况

主体等级	券种	短期融资券	中期票据	企业债	公司债	私募债	合计(剔除重复)
AAA		32	135	12	75	34	239
AA+		49	106	8	42	74	248
AA		31	90	57	10	71	243
AA-		-	-	16	1	4	21
A+		-	-	-	-	1	1
B		-	-	-	-	1	1
未公开级别		-	-	-	-	9	9

数据来源：WIND资讯，新世纪评级整理

⁵本部分的债券发行人主要包括短期融资券、中期票据、企业债、公司债和私募债的发行人。

较集中于AA，占比为61.29%，AAA级的发行人占比为12.90%。

（二）发行人企业性质分布

从发行人的企业性质来看，2019年第一季度发行人主要分布于地方国有企业，在传统债券中的比重为73.28%，中央国有企业和民营企业占比较少，分别为15.11%和8.03%。

图表13·2019年第一季度信用债各主要券种发行人企业性质分布情况

企业性质	短期融资券	中期票据	企业债	公司债	私募债	合计
地方国有企业	102	321	97	58	195	776
中央国有企业	10	70	2	61	20	160
民营企业	14	20	-	30	21	85
公众企业	1	4	-	5	1	11
外商独资企业	-	1	-	8	-	9
中外合资企业	2	1	-	5	2	10
合资企业	1	1	-	3	-	5
集体企业	-	1	-	1	-	2
其他企业	1	-	-	-	-	1

数据来源：WIND资讯，新世纪评级整理

（三）发行人行业分布

从发行人的行业分布来看，2019年第一季度发行人涉及22个行业，主要分布于资本货物、多元金融、能源、房地产、材料、和公用事业等领域，上述六大行业发行支数和发行规模在传统债券中合计占比分别为83.66%和84.27%，行业集中度较高。

图表14·2019年第一季度发行人行业分布情况

行业	发行情况		发行规模	
	发行支数	发行支数同比(%)	(亿元)	发行规模同比(%)
资本货物	470	74.72	4220.50	91.18
多元金融	104	18.18	1347.60	16.65
能源II	45	9.76	1144.00	118.86
房地产II	114	58.33	1105.05	21.26
材料II	81	39.66	962.10	71.90
公用事业II	72	300.00	903.60	452.66

数据来源：WIND资讯，新世纪评级整理

（四）发行人区域分布

从发行人的区域分布来看，2019年第一季度发行人来自于31个省市自治区，主要分布于北京、江苏、广东、上海、山东、浙江、天津、湖北、河北、福

建、四川、湖南和山西，上述地区发行支数和发行规模在传统债券中合计占比分别为76.58%和79.86%。

图表15·2019年第一季度发行人区域分布情况

区域	发行支数	发行支数同比(%)	发行规模(亿元)	发行规模同比(%)
北京	149	132.81	3074.85	175.91
江苏	170	55.96	1213.09	51.79
广东	60	30.43	1006.60	96.29
上海	45	21.62	626.90	65.19
山东	61	35.56	519.40	22.50
浙江	75	15.38	514.80	-2.99
天津	37	60.87	374.50	34.81
湖北	46	64.29	355.40	95.81
河北	35	150.00	344.40	254.69
福建	36	100.00	301.30	138.18
四川	30	11.11	290.50	-7.63
湖南	42	147.06	286.30	138.50
山西	25	4.17	269.00	-5.28

数据来源：WIND资讯，新世纪评级整理

融机构，商业银行为补充营运资金、增加中长期资金来源和优化负债结构，资本补充需求较为旺盛，多项政策支持下，商业银行资本补充类债券发行有望持续增长。

五、结论与展望

2019年第一季度，债券市场发行规模显著增长，地方政府债、商业银行次级债和企业债等债券品种在政策支持下发行火热。年初，央行通过全面降准等操作保持市场流动性的合理充裕，资金面相对宽松，除政策性银行债和企业债以外的券种发行成本下降明显，国债收益率则普遍下行，随后在国内经济形势出现好转，社融增速企稳回升、中美贸易摩擦边际缓和，美联储释放鸽派信号的背景下，债券发行成本和国债收益率呈现区间内震荡调整的态势。

随着3月份各项经济指标回暖，经济企稳预期提升，短期内货币政策进一步边际宽松的概率下降，但经济下行压力犹存，宏观经济融资难问题尚需持续改善，债券市场直接融资功能仍有待进一步发挥，短期内预计债券发行规模将保持稳定增长。

从具体债券类型来看，鉴于9月底前要将全年3.08万亿元新增地方政府债限额发行完毕，二、三季度地方政府债发行热度或将延续；为加大基础设施领域补短板力度，城投企业债发行升温，政策利好下，预计发行规模有所回升；为支持民营企业和小微企业的发展，央行采取多项措施改善其融资环境，定向支持金